سياسات التدخل بين البنوك المركزية الغربية

عبدالمعطي رضا أرشيد*

ملخص: تتناول هذه الدراسة مسألة سياسة التدخل التي تتبعها الدول الغربية منذ تعويم أسعار الصرف في عام 1973، من حيث السمات والتطور، وقد كانت كل دولة تمارس سياستها التدخلية بطريقتها الخاصة، بمعنى أنها تميل إلى دعم عملتها عندما تكون ضعيفة، وذلك دون تنسيق مع باقي الدول في المنظومة. وتناقش هذه الدراسة تفضيلات كل دولة في انتقاء أداة التدخل لمعالجة اختلال سعر الصرف ومجالات هذه السياسة، وذلك بالتركيز على أسعار الفائدة والاحتياطي من الصرف الأجنبي، كما تلقي الضوء على الإجراءات المتبعة لتقليل عنصر المخاطرة الناجمة عن اختلال سعر الصرف. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن سياسة التدخل في تصحيح سعر الصرف تكون أكثر فاعلية إذا ترك سعر الصرف يتحدد من خلال قوى السوق. وميزة تطبيق هذه السياسة أنها تعني تطبيق مبدأ نظام التعويم بصورة كاملة، كما تتيح فرض مزيد من الرقابة على الأسلوب المتبع الذي لا يحدد أبعاد التدخل.

المصطلحات الأساسية: سياسات التدخل، سياسات تكوين الاحتياطي، نظام التعويم، معامل أسعار الفائدة، سياسة التفضيلات في سوق الصرف، سياسة التدخل الكمي والسعري.

مقدمة:

يعد البنك المركزي بنكاً للبنوك التجارية لأي بلد إذ يساعدها على القيام بمهامها، ويقوم بمراقبة نشاطها وتوجيهها في إطار السياسة النقدية المتبعة من

* أستاذ مساعد في الجامعة الهاشمية، الأردن.

طرف الدولة. وحيث يؤدي دوراً مهماً في السوق النقدية فإنه يؤثر بالضرورة في إمكانات البنوك لغرض إتاحة درجة ملائمة من التناسب بين كمية النقود المتداولة والعرض الحقيقي المتاح من السلع والخدمات من أجل تحقيق الاستقرار النقدي للبلد المعني. وهذا لا يتحقق إلا من خلال التنسيق بين التخطيط النقدي والتخطيط العيني، حيث تؤسس علاقات صحيحة تربط بين تخطيط التوسع النقدي وخطط الإنتاج والاستثمار والاستهلاك والتجارة الخارجية. هذه الوظائف تؤدى بأدوات نقدية فاعلة تبدأ بالحد من الضغوط التضخمية الناتجة عن زيادة معدل كمية النقود عن معدل زيادة الإنتاج من السلع والخدمات والوصول إلى حالة استقرار وتوازن نقدي. إلا أن المتغيرات المحيطة بالاقتصاد القومي قد تشكل عقبة لتحقيق ذلك، مما يؤدي إلى اختلال في صرف العملة المحلية أمام العملات الأخرى. فإذا ما آل سعرها نحو التزايد انعكس ذلك على صادراتها في مجال التجارة الدولية بالانخفاض، والعكس صحيح في حالة انخفاض سعر الصرف، حيث تضعف ثقة الآخرين فيها، وعلى أي حال لا بد من تدخل الدولة للتخفيف من حدة التقلبات التي تطرأ على سعر الصرف لإعادته إلى حالة التوازن، فإذا ما قررت الدولة اتباع سياسة التدخل فإنه يفترض في تلك السياسة أن تستخدم الأدوات التصحيحية الملائمة مثل سياسة أسعار الفائدة أو سياسة بيع الأوراق المالية القصيرة الأجل (سياسات الموازنة) مع الأخذ في الاعتبار أن سياسة التدخل تتأثر إلى درجة كبيرة بمستوى الاحتياطي من الصرف الأجنبي اللازم اقتناؤه.

ومن واقع هذه الخلفية عن البنوك المركزية ودورها في المقام الأول في الحفاظ على حالة من التوازن في الاقتصاد المحلي وإعطائه دفعة قوية نحو التنمية المخططة واستعانتها في بعض الأحيان بسياسة تدخل مثبتة، فإنه قد يكون من الصعب تحقيق تلك الأهداف من جانب ذلك البلد منفرداً، إلا بتعاون بنكه المركزي مع البنوك المركزية في البلاد الأخرى. ومن هذا المنطلق فقد اعتقدت الدول الغربية بأن التعاون بين بنوكها المركزية يكمن في التعامل فيما بينها في تسوية العملات التي حصل عليها كل منها نتيجة سياسة التدخل الخاصة به. بمعنى أن تختار الدولة أداة التدخل المناسبة التي ينشأ عن تنفيذها فائض أو انكماش في السيولة مما يؤثر في سعر صرف عملتها الوطنية مقابل عملات الدول الأخرى. فإما أن يزيد سعر الصرف وإما أن يقل، وفي الحالة الأولى لا بد أن تجني تلك الدولة أرباحاً على حساب الدول الأخرى أو تمنى بخسائر. ومن هنا تعتقد الدول الغربية بأنها تستطيع

أن تتعاون فيما بينها بآلية تعالج الأرباح (الفائض) أو الخسائر المتحققة من سياسة التدخل بغرض مراعاة بعضها لمصالح بعضها الآخر. وهذا ما يجنبها الخسائر التي تطرأ على احتياطاتها باتباع سياسة تدخل قائمة على المبدأ التعاوني.

وفي هذه الدراسة نطرح ما أشرنا إليه من مسائل ذات قيمة للتوازن النقدي، وينصب التركيز هنا على أهمية سياسة التدخل المثبتة ولكن في ظل إطار من التعاون بين البنوك المركزية في هذه الدول.

مشكلة الدراسة:

يحدث أحياناً في أسواق الصرف في الدول الغربية حالة عدم استقرار، وتتبنى كل دولة سياسة خاصة بها لضبط سعر صرف عملتها الوطنية مقابل العملات الأخرى في تلك الدول. وقد اتصفت هذه السياسات القطرية بالعشوائية، بمعنى أن كل دولة تتبنى سياسة تدخل دون التشاور والتنسيق مع الدول الأخرى، وبخاصة عندما يتعلق الأمر بسعر الصرف الذي يعبر عن مصلحة الأطراف التي تدخل عملاتها الوطنية فيه. من هنا كان ينبغي على كل دولة أن تأخذ بعين الاعتبار ظروف الدول الأخرى عندما ترسم سياستها التدخلية. وقد دأبت كل دولة من هذه الدول على دعم عملتها عندما يكون سعر صرف عملتها ضعيفاً. وقد رأت الدول الغربية أنه بات من الضروري أن تتعاون السلطات النقدية فيما بينها لتثبيت سوق الصرف في الدولة التي يحصل فيها اختلال حتى لا يلحق أي خسائر بجميع دول المنظومة. ويمكن تحقيق ذلك من خلال الاتصال والاستشارة الدائمين عندما يتعلق الأمر بسياسة التدخل في أسعار الصرف. يركز الباحث في هذه الدراسة على المجالات التي تتناولها سياسة التدخل من جانب السلطات النقدية في الدول الغربية وإمكانات التعاون بين هذه السلطات في المجال أو البديل المتاح للتدخل.

أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من الاهتمام الذي توليه كل دولة لتثبيت سعر صرف عملتها الوطنية مقابل العملات الأجنبية بصفة عامة ودول أوروبا الغربية بصفة خاصة. فإذا ساد سوق الصرف لبلد ما حالة فوضى فإن ذلك يحدث اختلالات في بنية الاقتصاد الوطني مما ينعكس على تردد المستثمرين أو حتى عدم إقبالهم على الاستثمار في مختلف مجالات التنمية في ذلك البلد. بخلاف الحال عندما يكون سوق الصرف يميل نحو الثبات النسبي، حيث تستمر عجلة الاستثمار من جانب المستثمرين المحليين والأجانب.

ومن هنا تبدو أهمية سياسات التدخل من جانب الدولة في حالة اختلال سعر الصرف بغرض إعادته إلى ما كان عليه والتفضيلات الخاصة بسعر الصرف ومدى تعاون باقي الدول في المنظومة الغربية على تثبيت أسعار الصرف في الدولة التي حصل فيها الاختلال.

منهج الدراسة:

اعتمد الباحث على الأدبيات النظرية التي تناولت أسواق الصرف في الدول الغربية من وجهات نظر مختلفة للمتخصصين في هذا المجال. وقد لجأ الباحث إلى المصادر الأجنبية الزاخرة بهذا المجال لإبراز صورة متكاملة لتطور هذه الأسواق ورد فعل أي من الدول الغربية تجاه أي اختلال في سوق الصرف لديها وبدائل التدخل المتاحة لدى السلطات النقدية عندما يميل سوق الصرف فيها إلى عدم الاستقرار ومدى التعاون الذي تستجيب له باقي الدول الغربية إزاء ما يحدث من اختلال في الدولة المعنية.

أولاً – سياسات التدخل: سماتها وتطوراتها

منذ تطبيق نظام تعويم أسعار الصرف في عام 1973 فإن تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف الأجنبية يعد اتجاهاً عاماً. وقد أدى هذا التدخل إلى تيسير قيام النظام النقدي الدولي بوظائفه. وهذا يتطلب قدراً كبيراً من التعاون بين السلطات النقدية والتي أخذ دورها في الظهور، ومن دون الادعاء بمثالية هذا النظام فقد أصبحت سياسة التدخل قوة إيجابية في هذا الاتجاه، وبناء عليه فقد أصبحت إحدى الأدوات الناجحة المستخدمة في تلك السنوات الصعبة.

وبرغم ذلك فلا يوجد سوى القليل من الخطوات التنظيمية التي اشتملت عليها سياسة التدخل في أسواق الصرف الأجنبي. وأصبح لكل دولة أسلوبها الخاص في التدخل، وقد تم تطوير بعض القواعد والإجراءات التنظيمية من قبل صندوق النقد الدولي ولجنة العشرين (Committee of Twenty) المنبثقة منه في عام 1974، وعلى أثر الأخذ بالتعديل الثاني لبنود اتفاقية صندوق النقد الدولي، فقد قام الصندوق بوضع بعض المبادئ والأسس لكي تسترشد بها الدول الأعضاء في الصندوق فيما يتعلق بسياسات سعر الصرف (Benston, 1983). وعلى أي حال وحتى يومنا هذا، فإن صندوق النقد الدولي لم يذهب في تدخله إلى أكثر من وضع مبادئ عامة يسترشد بها عند التدخل، حيث لم تكن هناك أي مجهودات نحو تقنين سياسات

التدخل أو تنظيمها، باستثناء ما تم بين أعضاء النظام النقدي الأوروبي فيما يتعلق بالعلاقات المتبادلة بينهم حول سياسات أسعار الصرف الأجنبي.

إن سياسة التدخل التي يسير عليها معظم الدول في بعض الأحيان عشوائية وغير مخططة تعكس الاضطرابات في أسواق الصرف كما تحدث في الواقع. ويعتقد الباحث أن سبب العشوائية يرجع إلى أن هذه الدول لا تختار أداة التدخل المناسبة من جهة، ولا تتهيأ من وجهة مالية لما سيحدث عندما يختل سعر الصرف. إضافة إلى الإهمال في دراسة الظروف الاقتصادية السائدة عالمياً والتي قد تنعكس على أسعار الصرف. وتتراوح شدة الاضطراب بين ضئيلة للغاية وعدة بلايين في فترات لا تتجاوز شهوراً قليلة. وعادة ما يحدث هذا دون أن يكون هناك متسع من الوقت تتمكن في خلاله السلطات النقدية من التنبؤ مسبقاً بما سيكون عليه سوق صرف العملات (Diamond & Dybrig, 1992).

وفي بداية تطبيق نظام التعويم ساد الاهتمام بين بعض المتخصصين بإمكان قيام السلطات النقدية بتحقيق أهداف مزدوجة في سوق الصرف. وقد كان هناك تخوف من أن يرغب بعض الدول في رفع قيمة عملته أو تخفيضها مما سيؤثر تأثيراً سيئاً في السلطات النقدية في علاقاتها بعضها ببعض (التضارب بين المصالح) في أسواق الصرف. وكان هذا أحد الأسباب التي دعت صندوق النقد الدولي إلى وضع الخطوط العريضة لسياسات التعويم (Nichols, 1992)، وفي حقيقة الأمر فإن عدد العمليات التي توافقت فيها مصالح الأطراف المعنية في أسواق الصرف كانت قليلة، ليس معنى ذلك أن أسعار الصرف قد تحركت في الاتجاه المرغوب فيه أو حققت شيئاً من الاستقرار. ولكن في معظم الأحيان فإن سياسات التدخل المتبعة من قبل السلطات النقدية في أسواق الصرف كانت جميعاً ومن دون استثناء متناسقة أكثر من كونها متعارضة.

ويمكن تفسير ذلك بسببين رئيسين (Garbade, 1993):

أولاً: إن الدول الكبرى لا تملك أهدافاً محددة بشأن سياسات سعر الصرف، وبناء عليه فإن مشكلة القيام بعمل تنسيقي للأهداف لم تثر بعد.

ثانياً: امتناع السلطات النقدية عن اتباع سياسة التدخل العنيفة (القاسية)، بمعنى آخر إنها قد امتنعت عن دفع معدل الصرف في اتجاه معين يكون قد تحرك

نحوه بالفعل. ولتبسيط ذلك فإن هذه السلطات لم تكن تتحلى بمرونة كافية أو حتى ترغب في تبني سياسات تتدخل من خلالها لتصحيح أسعار الصرف. وهذا ما يفسر بأنه امتناع من جانب هذه الحكومات عن مساندة سلطاتها النقدية للبحث عن أدوات تدخل لأسعار الصرف. ويعتقد الباحث أن ذلك يعزى إلى حرص هذه الحكومات على تحقيق مصلحة خاصة حتى لو تعارضت مع مصالح الدول الأخرى، وبخاصة إذا كان سعر الصرف يميل إلى صالح عملتها الوطنية.

وقد كانت سياسة التدخل تميل نحو التخفيف من حدة التقلبات التي تطرأ على سعر الصرف، وذلك بتخفيض حدة تقلبات سعر الصرف في أي من الاتجاهين (أعلى وأسفل) ومن دون أن تصل إلى مستوى الصفر، وبذلك تكون قد قامت بتثبيت مستوى السعر. ومن وجهة النظر العامة لهذه القاعدة فلم يعد هناك استثناء ذو أهمية إذا ما قامت السلطات النقدية بتنويع أرصدتها من العملات الدولارية. يقصد من ذلك أن أياً من الدول محل الدراسة ينبغي بل يجب – إذا ما أرادت أن تخرج من حالة اختلال سعر صرف عملتها الوطنية مقابل عملات شركائها من الدول الغربية الأخرى – أن تقوم بتنويع أرصدتها من العملات المختلفة التي تحتفظ بها في أسواق النقد العالمية. ويعزى السبب في ذلك إلى أنه إذا حصل ارتفاع ما في سعر الصرف مع عملة أخرى يقابله انخفاض بالنسبة للعملات الأخرى مما يعيد سعر الصرف إلى الحالة التوازنية، بمعنى أن تقوم ببيع الدولارات في حالة انخفاض سعرها وشراء عملات أخرى بدلاً منها كالمارك الألماني والفرنك السويسري والين الياباني عندما تكون أسعارها مرتفعة. وبهذا فإن الدول التي تقوم بعملية التنويع هذه لا تخضع عملاتها لسياسة تعويم العملات، ومن ثم فإنها لا تكون معنية في هذا الشأن (سياسة التعويم) (Batten & Blackwell, 1995).

وقد كان من أهم توصيات صندوق النقد الدولي عام 1974 المناداة بعدم اتباع سياسة تدخل تتسم بالمغالاة، وقد استجاب كثير من الدول لهذا المبدأ مما ساعدها على الاستقرار وثبات الموقف. وتستطيع هذه الدول أن تؤثر في أسعار الصرف بوسائل أخرى غير سياسة التدخل، نذكر منها على سبيل المثال التدخل من خلال التأثير في أسعار الفائدة ومن خلال اتباع سياسات أخرى مؤثرة في ميزان المدفوعات وعلى مستوى الأداء لاقتصاداتها. وبهذا فقد تم تحجيم سياسة التدخل (Nichols, 1992).

وقد يبرز كثير من الغموض والإبهام في بعض الحالات الخاصة مثال ذلك: هل من المناسب قيام البنك المركزي بشراء عملة ما عندما تنخفض قيمتها في بداية التعامل في السوق والتي قد تتغير قيمتها فيما بعد في أي وقت خلال التداول؟ وهل من الملائم أيضاً أن تقوم دولة ما تعاني من انخفاض قيمة عملتها المحلية وترغب في تقويتها (تقليل الانخفاض)، وذلك ببيع دولاراتها في الوقت الذي قد تنخفض فيه قيمة الدولار نفسه أمام عملة ثالثة (أخرى)، في معظم الأحوال قد تكون الإجابة عن هذه التساؤلات بالموافقة. ولكن قد تكون هناك اختلافات في الرأي. وما دام لا يوجد حكم للفصل في تلك القضايا، فإن الإجابة تكون في أيدي السلطات النقدية المعنية ومدى إمكانية تعاونها في هذا الشأن (Mussa, 1993).

فالتعاون القائم على الاتصال والاستشارة الدائمين يكون ذا أهمية خاصة عندما تكون الأسواق المالية، التي تتعامل بعملات متماثلة تقع في مناطق زمنية مختلفة. وبتعبير آخر تكمن أهمية التعاون فيما بين هذه الدول محل البحث بصفة خاصة عندما تلجأ إلى التدخل لتصحيح سعر صرف عملتها الوطنية في مواجهة العملة الرئيسة الأخرى نفسها. وهذا لا يعني أن هذه الدول عليها أن تباشر سياسة التدخل في الوقت نفسه في مختلف الأسواق المالية، لكن على الأقل الاتفاق على آلية معينة للتدخل بحيث تتجنب هذه الدول مخاطر اختلال سعر الصرف. فإذا استطاع المتعاملون أن يطرحوا وبصورة فورية سياسات وإجراءات مختلفة تماماً فيما يتعلق بسياسة التدخل في أسعار الصرف كالتدخل في تحديد سعر صرف المارك الألماني في مواجهة الدولار في فرانكفورت ونيويورك في أثناء أوقات التداول في كلا السوقين فإنه يمكنهم تحقيق بعض الأرباح، ولكن إذا ظهر تضارب في أهداف الأطراف المتعاملة في الأسواق المختلفة فإنه قد يؤدي إلى إعاقة وإحداث اضطراب في التعامل فيها في أي حالة من حالات التعامل (Ross & Jaffe, 1990).

وبرأي الباحث فإن تجانس أهداف الأطراف المتعاملة في السوق يستلزم اطلاع كل دولة من الدول الأخرى على سياسة التدخل المزمع اتخاذها في حالة اختلال سعر الصرف. لكن إذا حدث تعارض في الأهداف وعدت الأولوية لمصلحتها القطرية فإن أسعار الصرف سوف تختل ويستمر هذا الاختلال ما دام هناك تعامل. بيد أنه من المهم أن تستمر الجهود المبذولة لمنع مثل هذه المواقف غير المستقرة لتكلل بالنجاح.

ثانياً – التفضيلات الخاصة بسعر الصرف:

تعكس سياسات التدخل في سوق الصرف تفضيلات أي دولة فيما يتعلق بأسعار الصرف، وعلى الرغم من ذلك فإن معظم الدول التي تقوم بتعويم عملتها ليس لديها أي أهداف محددة بشأن أسعار الصرف وأن ما يوجد لديها عادة هو نظم للتفضيلات فقط، بمعنى أن السلطات النقدية تفضل في معظم الحالات أن تكون عملتها قوية بحيث لا تصل إلى المستوى الذي يجعلها غير قادرة على المنافسة في مجال التجارة الدولية، وهذا يعكس الاهتمام والقلق لدى البنوك المركزية في العالم أجمع، من خطر التضخم (Central Bank, 1991). ذلك أن وجود عملة قوية من شأنه أن يكبح ارتفاع كلفة الواردات، ومن ثم يؤدي إلى تخفيض الضغط التضخمي. والاتجاه المغاير لذلك والمتاح للسلطات النقدية والذي يهدف إلى تخفيض العملة بصورة تنافسية كوسيلة لتنشيط الصادرات وزيادة حجم العمالة، لم يعد هدفاً مرغوباً فيه في هذه الأيام، وتوجد وسائل أخرى متعددة بغرض زيادة حجم العمالة والذي يعد مؤشراً لاستراتيجية التنمية لأي بلد يمكن تحقيقها من دون اللجوء إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية، وهذا الأسلوب هو ما يتبناه صانعو السياسات في معظم الدول.

إن الدول بصفة عامة تميل إلى دعم عملتها المحلية عندما تكون ضعيفة بدرجة أكبر من استعدادها لتخفيض قيمة عملتها عندما تكون قوية في مواجهة الدولار وفي خلال بعض الفترات وبالتحديد الأعوام 77/1978 و96/1997 والتي عانى الدولار فيها من انخفاض في قيمته، كانت الجهود المبذولة للتخفيف من هذا الانخفاض واسعة الانتشار (William, 1995).

وفيما يتعلق باتباع نظام التفضيلات الخاصة بأسعار الصرف فإن الدول مقيدة في اتباعها لهذا النظام وفي مدى تدخلها، وذلك لاعتبارات خاصة بالسياسة النقدية التي تنتهجها الدولة المعنية.

فالتدخل لتقليل الارتفاع في قيمة العملة المحلية يؤدي إلى صنع احتياطيات مصرفية وزيادة في عرض النقود، ونتيجة لذلك فإنه من المحتمل أن يؤدي ذلك إلى ضغوط تضخمية ما لم تواجه بعمل ما من جانب السلطات النقدية يوقف هذا التوسع النقدي. ويجد معظم الدول سهولة نسبية في استيعاب الفائض من الاحتياطيات البنكية التي تكونت نتيجة اتباع سياسة التدخل، وذلك عن طريق بيع

الأوراق المالية القصيرة الأجل للبنوك أو من خلال زيادة المطلوب من نسبة الاحتياطي البنكي. وفي معظم الأحيان توجد صعوبة في تقليل الزيادة في المعروض من النقود لأن ذلك سيتطلب إجراءً إيجابياً في الاتجاه الانكماشي للائتمان المصرفي إذا تم ذلك من خلال النظام المصرفي. والبديل الفني الآخر لهذه السياسة – وهو بيع أوراق مالية قصيرة الأجل لمؤسسات غير بنكية – غير متاح في معظم الدول لافتقارها إلى وجود سوق لتداول مثل هذه الأدوات في المؤسسات غير البنكية. وتتمتع الولايات المتحدة الأمريكية بميزة واضحة في هذا المجال، حيث توجد بها سوق واسعة لتداول الأوراق المالية الحكومية القصيرة الأجل وغيرها من الأوراق المالية التي يتداولها الأفراد فيما بينهم أو الشركات أو المؤسسات الاستثمارية. وتشجيع قيام مثل تلك الأسواق في الدول الأخرى من شأنه أن يزيد من قدرة السلطات النقدية في تلك الدول على التدخل في أسواق الصرف (Batten & Blackwell, 1993).

وتعد أسعار الفائدة مجالاً آخر لسياسة التدخل من قبل السلطات النقدية. بمعنى أن أسعار الفائدة تتجاوب مع أسعار الصرف، ومن ثم فإنه يمكن تحقيق أهداف سياسة التدخل من خلال إحداث تغييرات ملائمة في أسعار الفائدة، وليس بالضرورة أن يحدث ذلك بصفة يومية، فمن وجهة نظر السياسة النقدية المحلية، فإن التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة بحيث تؤثر إيجابياً في أسعار الصرف، ربما لا تكون في الاتجاه المرغوب فيه، وفي مثل هذا الموقف قد يكون من الأفضل للبنك المركزي اتباع سياسة تدخل مثبتة محل سياسة تغيير أسعار الفائدة. وكبديل آخر فإن توظيف سياسة التدخل يكون ضرورياً لمواجهة آثار سياسة تغيير أسعار الفائدة المتبعة لأسباب محلية والتي من شأنها إحداث اضطراب في معدلات الصرف. بتعبير آخر قد يكون التدخل من خلال تغيير مستوى أسعار الفائدة ضاراً بالاقتصاد المحلي لأنه ينعكس سلباً على الاستثمار وعلى ارتفاع معدلات أسعار السلع المحلية (التضخم)، مما يؤثر من ثم في أسعار الصرف. وفي هذه الحالة يفضل صانع القرار في السلطات النقدية أن يلجأ إلى أدوات تدخل أخرى غير وسيلة أسعار الفائدة. وعلى أي حال فإن أياً من هذه الدول لا يمكن أن تستغني عن سياسات التدخل بغض النظر عن طبيعة أداة التدخل. بل تتزايد الحاجة إلى التدخل بصورة كبيرة ومتسارعة. ذلك أن الإهمال في تبني سياسات تدخلية لتصحيح أسعار الصرف من شأنه إلحاق آثار سلبية بالاقتصاد المحلي، لأن اختلال أسعار الصرف

يؤثر مباشرة في الصادرات والخدمات من خلال التغيير في المستوى العام للأسعار، ومن ثم في ميزان المدفوعات (William, 1995). وطبقاً لذلك فإنه يبدو من وجهة نظر السلطات النقدية بصورة عامة، أنه يمكن تطبيق هذا البديل – اتباع سياسة التدخل بدلاً من سياسة إحداث تغيير في أسعار الفائدة – ولكن في أضيق الحدود.

ونتيجة لتطبيق المصرف المركزي الأمريكي سياسة تدخلية فاعلة فإن أسعار الفائدة قد أصبحت أكثر تجاوباً، وقد أسهم هذا أيضاً، بدرجة ما، في استجابة أكثر في أسعار صرف الدولار، وفي ظل هذه الظروف، فقد أصبح من المرغوب فيه إعادة النظر في الرأي القائل بأن سياسة التدخل لا تصلح أن تكون البديل الملائم لسياسة أسعار الفائدة. فالتدخل بصورة أكبر قد يؤدي إلى تخفيف التذبذبات في أسعار الفائدة والتي تنعكس من ثم على التذبذبات في أسعار الصرف (OECD, 1991).

ويبرز التساؤل، هل نعطي الاهتمام الأكبر لحركة سعر الفائدة الفوري أو لسعر الفائدة الآجل؟ بمعنى هل يعطى الاهتمام والتركيز لمستوى سعر الفائدة السائد في السوق النقدي حال حدوث اختلال سعر الصرف أو لسعر الفائدة الذي سيتم التعامل به عندما تستقر أسعار الصرف بعد تدخل الدولة. وعندما يتغير معامل أسعار الفائدة (Diffrential Interest Rate) فإنه يجب تغيير كل من سعر الخصم الآجل أو العلاوة (Premium) إذا كان هدفنا هو المحافظة على أسعار الفائدة عند مستوى التعادل كما هو المألوف والمتعارف عليه. إن ثبات المعدل الفوري (Spot-Rate) في مواجهة ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية ومعامل أسعار الفائدة سوف يتطلب تخفيضاً في القيمة الآجلة للدولار. وهذا لن يعكس بالتأكيد أساسيات الموقف. وبناء عليه فإن بعض الزيادة في المعدل الفوري للفائدة عندما يتزايد معامل سعر الفائدة إلى الحد الذي يجعل أي تخفيض في أسعار الفائدة المؤجلة غير ضروري من جهة أو حتى أن تسمح بأي زيادة في المعدل الآجل من جهة أخرى، وهذه الزيادة ستكون أقل مما هي عليه من دون استخدام سياسة التدخل (Bank of England, 1995).

على أي حال فإن حجم رؤوس الأموال القصيرة الأجل في السوق والتي يمكن أن تستجيب لمعاملات سعر الفائدة تكون ضخمة جداً. وانطلاقاً من ذلك فإن مدى التدخل المطلوب لمحو آثار معالجة (موازنة) أسعار الفائدة على أسعار الصرف لا

بد أن تكون بدرجة عالية هي الأخرى. ويبدو واضحاً أن المجال ضيق أمام تطبيق مثل هذه السياسة المشار إليها أعلاه حتى في حالة الاتفاق على تطبيقها لأغراض إزالة الآثار المتولدة من أسعار الصرف الناجمة عن اتباع آلية موازنة أسعار الفائدة (Interest Rate Arbitrage).

ثالثاً – البدائل المتاحة أمام السلطات النقدية للتدخل:

إن سياسة التدخل تتأثر باعتبارات خاصة بسياسة احتياطي الصرف الأجنبي من عدة نواحٍ. إحداها تتعلق بسياسة الدولة حول مستوى احتياطياتها من الصرف الأجنبي اللازم اقتناؤها. فعندما تكون عملتها ضعيفة وتقوم بدعمها فإنها تخسر جزءاً من احتياطياتها تبعاً لذلك، وعندما يتم الدعم في دولة تتمتع بعملة قوية، فإنها تجني المزيد من الاحتياطيات، وعلى أي حال فكلتا الطريقتين لا تكونان محل ترحيب أو عدمه من قبل السلطات المعنية. وعادة ما تبدي السلطات النقدية اهتماماً أكبر نحو الانخفاض المتزايد من احتياطياتها أكثر منه في حالة التراكم المتزايد. ومن ثم فإن رغبتها في التدخل ستتوقف على الحالة التي تواجهها (Batten & Blackwell, 1995).

وعلى أي حال فإنه يبدو من الناحية الفنية أنه في الإمكان إزالة تلك الآثار، وبخاصة إذا ما تدبرنا وسيلة للتنسيق بين مصالح السلطتين. وعلى سبيل المثال فإنه إذا ما رغبت كلتا السلطتين في تجنب الخسائر في احتياطياتها، أو ربما زيادتها، فإن الجانب الأعظم من سياسة التدخل يمكن أن يوجه تركيزاً أكبر نحو الدولة التي تتمتع بعملة قوية أكثر منه في تلك الدولة ذات العملة الضعيفة.

والبديل الآخر هو أن يقوم البنكان المركزيان بالتعامل فيما بينهما في العملات التي حصل عليها كل منهما نتيجة سياسة التدخل، وبهذا يمكنهما تسوية الخسائر والزيادات التي طرأت على احتياطياتهما. هذه الطريقة لن تجدي في حالة إذا ما رغب البنك المركزي مقتني العملة القوية في تجنب المزيد من الاحتياطي التراكمي، في الوقت الذي يرغب فيه البنك المركزي المقتني للعملة الضعيفة بتجنب المزيد من الخسائر في احتياطياته (Wayne & Lau, 1992).

وعندما طبق نظام التعويم بصفة عامة، اعتقد بعض المصرفيين بأن الحاجة إلى تكوين احتياطيات الصرف سوف تتلاشى إن لم تختف تماماً. ولقد ثبت خطأ هذا الاعتقاد نتيجة لرغبة الدول في تكوين الاحتياطيات بكميات ضخمة لتمكنها من التدخل على نطاق واسع (Smith, *et al.*, 1995). ويبدو أن هذا الاتجاه سائد على

الرغم من السهولة النسبية التي يمكن بها للدول أن تزيد من احتياطياتها الإجمالية أو تقلصها عن طريق الاقتراض الدولي.

ولقد دخلت الولايات المتحدة الأمريكية في مرحلة التعويم بحد أدنى من الاحتياطيات، وعندما توقف نظام استخدام الذهب بوصفه غطاءً للاحتياطي، أصبحت احتياطيات الولايات المتحدة الأمريكية تتكون من جزءين: جزء منها يودع في صندوق النقد الدولي والجزء الآخر يعرف باسم حقوق السحب الخاصة (S.D.R)، ولأغراض سياسة التدخل اضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى الاعتماد على نظام المقايضة بالاحتياطي الفيدرالي، بمعنى آخر الاقتراض من الاحتياطيات. وقد استهدف جانب من هذا التوجه الداعم للدولار في 1979/11/1 وأكتوبر 1997 امتلاك مزيد من الاحتياطيات من خلال الاكتتاب في سندات تعرف بـ«سندات كارتر Carter Notes» مع إمكانية زيادة الإصدار. وقد نجم عن هذا الوضع أن أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية تملك أكبر احتياطيات من القطع الأجنبي. ولكنه يعد صغيراً جداً مقارنة باحتياطيات الدول الأخرى في إطار العلاقة بين الاحتياطي ومتغيرات الاقتصاد المحلي أو التجارة الخارجية (Macbeth, 1994).

وبالطبع فإنه يمكن أن تتراكم الاحتياطيات من خلال الشراء في سوق الصرف، وهذا على أي حال سيكون له تأثير في معدل سعر صرف الدولار. وعند تطبيق سياسة التدخل الرامية إلى عدم زيادة المعدل، فإن تراكم الاحتياطيات في أسواق الدولار ذي السعر المنخفض سوف يكون مستحيلاً، في حين يكون هذا التراكم ممكناً في حالة أسواق الدولار المرتفع القيمة (Smith, *et al.*, 1995).

وبما أنه لم تكن هناك دولة تمتلك مثل هذا الاحتياطي الضخم، فإن الرأي العام الأمريكي يبدو قلقاً بشكل خاص فيما يتعلق بالمخاطر الناجمة عن تكوين هذه الكمية من الاحتياطي. وفي ظل نظام التعويم، فإن قيمة احتياطيات الصرف الأجنبي تميل إلى التذبذب، وقد يعني ذلك إحداث خسائر بالنسبة للسلطات المالكة للاحتياطيات. وبالفعل فإن البنوك المركزية التي تمتلك أقوى العملات قد عانت من خسائر ضخمة على احتياطياتها من الدولار، تم تعويض جزء منها فقط عن طريق أسعار الفائدة المرتفعة على الدولار في السنوات الأخيرة، وإذا كان على الولايات المتحدة الأمريكية أن تمتلك احتياطيات ضخمة، وربما ستعاني من خسائر عليها فإن الاعتقاد الذي سيسود هو أن المتحصلات من الضرائب لا قيمة لها. ويقصد من

ذلك أن الإيرادات المتأتية من الضرائب والتي تعد أحد مصادر الإيرادات المحلية المهمة ستؤدي دوراً ضئيلاً نسبياً إذا أرادت الولايات المتحدة الأمريكية أن تعتمد عليها في بناء احتياطياتها أو في تغطية ما قد يلحقها من خسائر أياً كان مصدر هذه الخسائر (Garbade, 1993).

وتعد سياسة تكوين الاحتياطي في الولايات المتحدة الأمريكية باستثناء القرار الخاص بإصدار «سندات كارتر»، سياسة سلبية إلى حد كبير، فلم تتخذ أي قرارات إيجابية فيما يتعلق بتراكم الاحتياطيات أو تجنبها، ويبدو من تجارب الدول الأخرى وسياساتها أن الدولة الكبرى التي لا تمارس سياستها باعتدال أو تبدي إهمالاً تجاه العملة، فإنها بالفعل تكون في حاجة إلى تكوين الاحتياطيات. ولم تعد الولايات المتحدة الأمريكية في وضع يمكنها من أن تستثنى من مثل تلك الاعتبارات (Fabozzi, 1997). وبناء عليه فإنه بمرور الوقت قد تقرر الولايات المتحدة الأمريكية تكوين الاحتياطيات، وإذا حدث مثل هذا التطور فسيكون من الأفضل أن يبني هذا القرار على أساس سياسات مدروسة أكثر من كونها أحداثاً طارئة في السوق.

رابعاً – الإجراءات المتبعة لتقليل عنصر المخاطرة:

إن إمكانية حدوث خسائر في احتياطيات الصرف يستدعي من السلطات النقدية أن تفكر ملياً في عنصر المخاطرة، ومن ثم فلا يمكن تقليل المخاطرة عن طريق عدم تكوين الاحتياطي. فإذا ما أرادت دولة ما أن تعتمد على الاقتراض من القطع الأجنبي – من خلال المقايضة على سبيل المثال، أو من خلال السندات المتوسطة الأجل كما فعلت الولايات المتحدة الأمريكية – فإن هذا يحمل في طياته أيضاً عنصر المخاطرة، لكون الدولة المعنية مدينة بالعملات الأجنبية. ويمكن تقليل حجم المخاطرة التي تتعرض لها أي دولة بتجنب تعرضها لموقف على المدى الطويل أو القصير للقطع الأجنبي، ويعد هذا مماثلاً لموقف عدم احتمال التدخل في السوق (Blunden, 1996).

وعلى أي حال فإنه يجب علينا تشخيص المخاطرة بشكل ذي معنى أو هدف محدد، إذ يبدو أنه من غير المجدي أن يتم التركيز على المكاسب والخسائر الناجمة عن تغيرات سعر الصرف من دون الأخذ في الاعتبار التأثيرات المرافقة لتغيرات أسعار الفائدة، فالمعروف أنه كلما كانت العملة أقوى كان سعر الفائدة المستحقة عليها أقل والعكس صحيح، وبناء عليه فإنه يمكن للبنك المركزي الذي يحقق خسائر

عن عملته الضعيفة أن يعوض بدرجة ما، خسارته من خلال محصلاته عن الفوائد الناجمة من تغيرات أسعار الفائدة. تلك الفوائد التي تكون أعلى من محصلاته عن الاستثمار بعملته المحلية في أصول بديلة. ويبدو من الصعوبة بمكان تحليل ذلك محاسبياً، ولكن إغفال عنصر سعر الفائدة تماماً يبدو كأنه المنهج السائد فيما بين البنوك المركزية هذه الأيام مما يعطي انطباعاً غير حقيقي عن المكاسب والخسائر والأخطار التي تتم مواجهتها نتيجة حيازة العملات الأجنبية، وإذا ما تعادلت فروقات أسعار الفائدة مع تغيرات سعر الصرف، فإنه من الطبيعي ألا تكون هناك مكاسب أو خسائر صافية على الإطلاق (Morgan, *et al.*, 1994).

ومن جهة أخرى يجب على السلطات النقدية أيضاً أن تنظر إلى عنصر المخاطرة المرتبط بسياسة التدخل من خلال رؤية قصيرة الأجل، وعن انتهاجها لسياسة التدخل خلال فترة تشهد تغيرات واضحة في سعر الصرف في اتجاه معين، سيأتي الوقت الذي ينظر فيه إلى السعر وإذا ما كان أعلى أو أقل مما يجب. وستزداد عندئذ رغبة البنوك المركزية في دعم عملتها نتيجة لاعتقادها بأنهم يقومون بشرائها بسعر منخفض (Blunden, 1996).

وإذا تراجع سعر الصرف، ولكنه لم يزل مرتفعاً فإن السلطات النقدية تبدي رغبة أقل في دعم عملتها والتي كانت قوية فيما مضى ثم بدأت في التدهور (الانخفاض) لأنهم يعتقدون بأنهم قد قاموا بشرائها بسعر مرتفع. وقد يبدو مفهوم عنصر المخاطرة من جانب البنوك المركزية خطأ، إذا كانت نظرتها إلى مستقبل العملة ليس أفضل حالاً مما هو عليه وضعها في السوق. وعلى الرغم من ذلك فإنهم سيقومون بالتأثير في مجريات الأمور في اتباعهم لسياسات تدخل ملائمة. وفي مثل تلك الحالات، ولتجنب التغيرات الحادة في سياسة التدخل – التي يمكن أن تؤدي إلى فوضى السوق – فإن التعاون والتشاور بين البنوك المركزية يعد مهماً للغاية (Goodhart, 1993).

عنصر المخاطرة وتعدد العملات:

وبالنسبة لمعظم الدول فإن سياسة التدخل تعني التدخل في السوق فيما يتعلق بسعر صرف الدولار مقابل عملاتها المحلية، ويرجع ذلك إلى الدور الذي يؤديه الدولار كاحتياطي لهذه الدول. والاستثناء المهم في هذا المجال هو الطريقة التي يعمل بها النظام النقدي الأوروبي "European Monetary System" والذي يسمح فيه

بتبادل عملاتها بالتحرك في نطاق يصل إلى 4,5% كحد أعلى وكحد أدنى (Fabozzi, 1997).

ومن جهة أخرى فإنه بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية لا تتوافر بصورة جلية عملة مرادفة للدولار في قوته حتى تتدخل بشأنها، وحتى الآن فإن المارك الألماني يعد أكثر العملات الرئيسة أهمية يستوجب التدخل من جانب الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وهذا ما حدث فعلاً في الماضي، وذلك لكونه يعكس أهمية اقتصاد جمهورية ألمانيا الاتحادية في قطاعي التجارة والمال الدوليين، إضافة إلى انفتاح الاقتصاد الألماني لجميع أنواع المعاملات الدولية، ومع ذلك فإن المارك الألماني يعد إحدى العملات التي يمكن للاحتياطي الفيدرالي أن يتدخل بخصوصها.

ويمكن أن نضيف أن التركيز على عملة واحدة ربما لا يكون مرغوباً فيه، فمن مصلحة السوق أن يكون هناك تركيز على العملات التي تعد قوية لحظة التعامل. وهذا ما يعد الهدف الرئيس للمستثمرين الدوليين، وطبقاً لذلك فإن العملات القوية، وعلى وجه الخصوص المارك الألماني، هي أهم العملات المواجهة والمؤثرة التي ينبغي لسياسة التدخل الأمريكي التركيز عليه، بل أصبحت هذه السياسة تميل نحو تركيز مصالحها على العملات القوية، فهي العملات المؤثرة التي ينبغي لصانعي سياسة التدخل الأمريكي التعامل بها لتجنب أي خسائر محتملة من العملات الضعيفة. وبهذه الطريقة فإن تلك السياسة يمكن أن تسهم في مقارنات غير مرغوبة يبدو الدولار من خلالها عملة مكشوفة (Exposed) من خلال التعامل الأولي بالعملات الرئيسة الأخرى (Holmes & Scott, 1995). وبتعبير آخر يرى الباحث أن تركيز الولايات المتحدة الأمريكية على مصالحها بالاعتماد على سياسة بناء الاحتياطي من العملات القوية يسهم في تحسين معاملاتها الدولية حين يبدو موقف الدولار فيها ضعيفاً أمام العملات الرئيسة الأخرى. ويتحفظ بعض المصرفيين على هذا الرأي ويرى من مصلحة الولايات المتحدة الأمريكية أن تقاوم هذا الاتجاه (التركيز على العملات القوية)، وأن توسع من مدى تعاملها بالعملات المختلفة مما يمكنها من التدخل في مواجهتها. وسيؤدي هذا إلى تقليل المقارنة غير المرغوبة المتولدة عن كيفية أداء أسعار الصرف، وذلك بتحويل الاهتمام نحو العملات الأقل قوة، ويؤدي في الوقت نفسه إلى توسيع قاعدة التدخل، حيث إن السوق الخاص لأي

عملة لا يعكس التدفقات الكلية لميزان المدفوعات الأمريكي (Ibotson & Sinque, 1992).

وحيث إن الاحتياطي الفيدرالي قام بعمل صفقات مقايضة مع 14 دولة ومع بنك التسويات الدولية بما قيمته 30 مليار دولار في عام 1996، فإنه في الإمكان بصورة جلية توسيع مدى سياسة التدخل وربما لا يكون هذا ممكناً في بعض الدول الأخرى بسبب ضيق السوق أو أن العملة الأخرى غير قوية بدرجة كافية، ولكن في ظل نظام احتياطي متعدد العملات، فإنه يصبح مستبعداً (أو حتى ضرب من الخيال) أن يتم تركيز سياسة التدخل الأمريكية على المارك الألماني وحده دون العملات الأخرى (Morgan, *et al.*, 1994).

التدخل الكمي والسعري وعنصر المخاطرة:

تعتمد معظم سياسات التدخل على عامل السعر؛ بمعنى آخر أن تحاول بطريقة أو بأخرى أن تؤثر في معدل الصرف بصورة محددة، على الرغم من أنها ربما لا تحقق معدلاً معيناً بالضرورة. وتعتمد درجة التدخل وفاعليتها على الظروف المحيطة (السائدة) بسوق الصرف. البديل الآخر لسياسة التأثير في أسعار الصرف هو أن يتم اتخاذ القرارات الخاصة بالتدخل وأبعاده تاركين لقوى السوق مهمة تحديد أثر السعر. وتسير السياسة الخاصة بأسواق الصرف جنباً إلى جنب مع عمليات السوق المفتوحة. ويتم توجيه كلتا السياستين بحيث تؤثران إما في السعر وإما في الكمية (Grabbe, 1986).

إن عمليات السوق المفتوحة التي يجريها الاحتياطي الفيدرالي ابتعدت كلية من التأثير في اتجاه الأسعار إلى التأثير الكمي المطلق. وقد تم ذلك عبر الزمن، ففي الخمسينيات اعتمد الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق هذه السياسة على ضوء الظروف السائدة في السوق آنذاك. وهذا يعني التأثير في أسعار الفائدة القصيرة الأجل في اتجاه من شأنه أن يحقق الاستقرار والثبات للاقتصاد القومي. والملاحظ أن هذه السياسة لم تعط المردود الذي من أجله رسمت، وهو تحديد الكمية، حيث تركت باب التقدير مفتوحاً للمسؤولين عن أعمال حسابات السوق المفتوحة. ومن هذه الزاوية بدأ الاحتياطي الفيدرالي بتركيز سياسة السوق المفتوحة بالاتجاه المتزايد نحو التوجه الكمي. ومع بداية السبعينيات تم وضع أهداف تتعلق بالكمية المعروضة من النقود مع الاحتفاظ بالأهمية الخاصة لمعدلات أسعار الفائدة. ومع بداية 1995 فقد تم تنفيذ أهداف سياسة عرض النقود بأسلوب محكم بحيث يسمح لمعدلات أسعار

الفائدة بالتذبذب في مدى أوسع. وبالإضافة إلى ذلك فإنها تضع أعضاء لجنة السوق المفتوحة للاحتياطي الفيدرالي على صلة وثيقة بكل ما يستجد من أمور مع الاحتفاظ بسجلات تدون فيها عمليات السوق المفتوحة (Dekock, 1994).

وفي مجال سياسة التدخل في أسواق الصرف فلا يزال الوضع كما كان عليه في الخمسينيات آخذين بعين الاعتبار ظروف السوق السائدة. بمعنى أن هذه السياسة كان يتم تطبيقها آنذاك لأسباب يرجع بعضها إلى تغير معدل سعر الصرف وبعضها الآخر عندما تدعو الحاجة إلى الحد من الفوضى في السوق. ولم تكن هناك طريقة يهتدى بها لمعرفة حجم التدخل وأبعاده وما سيؤدي إليه في النهاية. فإذا ما انتهت الضغوط (المتولدة عن تغيرات أسعار الصرف) في اليوم التالي للتعامل فلن تكون هناك حاجة إلى مزيد من التدخل. أما إذا استمرت تلك الضغوط فإن التدخل قد يربو على البلايين. فالدول التي تطبق المنهج نفسه، مثل ألمانيا واليابان، وجدت نفسها قد أنفقت أكثر من عشرة بلايين دولار على دعم عملاتها خلال عام 1992، وفي عام 1994 قامت البنوك المركزية العالمية بإنفاق 35 بليون دولار لدعم الدولار. وبتعبير آخر لم تكن هناك رقابة كمية يمكن في إطارها تحديد مقدار التدخل. وهذه طريقة غير محددة لتفسير مفهوم كيفية مواجهة الفوضى في أسواق الصرف (Bank of Int. Settlements, 1993).

إن سياسة التدخل الخاصة التي تعنى بتقرير أبعادها تاركة سعر الصرف يتحدد من خلال قوى السوق لها ميزتان رئيستان:

الأولى: تعنى بتطبيق مبدأ نظام التعويم بصورة كاملة: أي تحديد معدلات أسعار الصرف وفقاً لعناصر السوق الرئيسة، فالمبدأ المتبع حالياً فيما يتعلق بتحديد المعدلات الملائمة يعتمد إلى حد كبير على الأسلوب الاجتهادي حتى ولو لم تحدد هذه السياسة أي معدل كان، فإذا عددنا أن التجربة في مجال رسم السياسات النقدية المحلية خلفية يسترشد بها، فإننا نجد أن السلطات النقدية عادة ما تكون غير راغبة في تقبل أي تغييرات محسوسة في معدلات أسعار الصرف، كما أنها تكون بطيئة جداً في استجابتها لضغوط السوق حول تنفيذ تلك السياسات. وهذه التجربة هي نفسها ما كان معمولاً بها في ظل النظام القديم والذي كان يأخذ بنظام سعر الصرف الثابت، فالأسلوب الذي يقوم على التركيز على الأدوات الكمية لسياسة التدخل الكمي أكثر منه على أساس معدلات الصرف سوف يؤدي إلى تحقيق فرص أفضل للوصول إلى توازن في معدلات أسعار الصرف.

الثانية: إن أسلوب التدخل الكمي سيساعد على فرض مزيد من الرقابة على الأسلوب الحالي غير المحدد لأبعاد التدخل. وهذا مما يمكن السلطات من التخطيط بفاعلية أكثر بدلاً من ترك الأمور تتحدد من خلال مجريات الأحداث (Macbeth, 1994). إن النظام المعمول به حالياً يترك المجال مفتوحاً سواء أكانت هناك سياسة تدخل معينة في وقت ما لحدث منعزل بداية أم أن تكون هناك سياسة تدخل بدأت بتعامل يقدر ببلايين الدولارات. وهذا من شأنه أن يجعل العملية التخطيطية لأجل توفير الموارد المستقبلية ولعمليات السوق في المنظور البعيد أكثر صعوبة. وأقصى ما يمكن أن تؤدي إليه العملية التخطيطية هو نضوب الاحتياطي والذي لم يكن متوقعاً أو لم نكن مستعدين لمواجهته من جهة أو قد يؤدي من جهة أخرى إلى تراكمات احتياطية ضخمة تصاحبها مضاعفات تضخمية.

إن سياسة التدخل الكمي لا يمكن أن تطبق في جميع المواقف، فقد تكون هناك مفاجآت غير متوقعة في السوق والتي لا تسمح بأي اجتهاد في مجال تحديد القدر المثالي من سياسة التدخل بل تستدعي اتباع أسلوب التدخل القائم على أساس تغيير معدلات الأسعار. وقد تظهر مواقف أخرى يبدو فيها من الصعب السير في منهاج تكوين سياسة التدخل على أساس كمي (James, 1994).

ويبدو أن لأسلوب التدخل على أساس كمي نتائج مشجعة في حالتين رئيستين:

أولاً: عندما تكون هناك حاجة إلى تكوين كمية معينة من النقد الأجنبي في فترة معينة لغرض تسديد المديونية مثلاً. وقد ساد هذا الوضع في حالة نظام الاحتياطي الفيدرالي عندما كان يقوم بالسحب على أساس المقايضة، كما ساد في حالة وزارة الخزانة الأمريكية عندما قامت باستخدام مواردها المتاحة من سندات كارتر (Koch, 1992).

ثانياً: عندما تستخدم الإسقاطات (Projections) في مجال تقدير التدفقات المستقبلية في ميزان المدفوعات. وأوضح مثال على ذلك هو مقدار الفائض أو العجز في الحساب الجاري، وتقوم الهيئات الدولية والوطنية بعمل تلك التنبؤات (أو الإسقاطات) بصورة متكررة. فإذا ما أتيح لنا مثل هذا التنبؤ فإنه يمكننا من ثم من اتخاذ قرار بالتحويل الجزئي أو الكلي، وذلك عن طريق زيادة المعروض من النقد الأجنبي في حالة العجز وسحب الزيادة من السوق في حالة الفائض. وهذا التوجه لا يزال يفسح المجال أمام التدفقات في السوق للقيام بتحديد سعر الصرف (Wayne & Lau, 1992). إن كل ما تقوم به سياسة التدخل هو أن تغير إلى حد ما

درجة التوازن بين العرض والطلب، فإذا ساد السوق اعتقاد قوي بضرورة تغيير سعر الصرف إلى مستوى معين فإن قواه (تكون أكثر فاعلية) على سياسة التدخل في إحداث التغيير، ولكن إذا كانت قوى السوق تهدف إلى مجرد تحديد لما ستكون عليه نقطة التوازن بين العرض والطلب فإنه في هذه الحالة يكون للطلب أو العرض المتولدين عن سياسة التدخل التأثير الأقوى والأكثر فاعلية. وهذا ما كان يحدث بالفعل لأسعار الفائدة في النطاق المحلي في إطار الإجراءات الجديدة للاحتياطي الفيدرالي فيما يتعلق بعرض النقود. ويحتمل أن يكون هذا الأسلوب فاعلاً في سوق الصرف في ظل سياسة التدخل الكمي.

خلاصة الدراسة:

بدأت المصارف المركزية الغربية بالتدخل في أسواق الصرف منذ تطبيق نظام تعويم أسعار الصرف في عام 1973، وقد كان تدخلها عشوائياً، بمعنى أن كل دولة من الدول محل الدراسة تدخلت بطريقتها الخاصة وبأداة التدخل التي رأتها مناسبة من دون أي تنسيق مع الدول الأخرى. وقد يعزى السبب في عدم التنسيق إلى عدة عوامل، لكن أبرزها عدم تحديد أهداف محددة في حالة التدخل بشأن سياسات سعر الصرف وعدم رغبة السلطة النقدية في اتباع سياسة تدخل عنيفة عندما يتطلب الأمر، بل إن الأمر لا يتعدى مبادئ وأسساً عريضة وضعها صندوق النقد الدولي لتسترشد بها الدول عندما يستدعي ظرفها التدخل.

اتسمت سياسات التدخل المطبقة آنذاك بميلها نحو التخفيف وعدم المغالاة، بمعنى أن تصب الدولة جل جهودها نحو دعم عملتها الوطنية عندما تكون ضعيفة بحيث لا تصل إلى المستوى الذي يجعلها غير قادرة على المنافسة في مجال التجارة الدولية.

تبنت هذه الدول سياسة تنويع أرصدتها من العملات المختلفة لتتمكن من توظيف هذه العملات في معاملات بيع أو شراء بهدف تحقيق التوازن في أسعار صرف عملتها الوطنية، إضافة إلى اتباع سياسات أخرى غير سياسة التدخل، وأبرزها التأثير في مستوى أسعار الفائدة بإحداث التغييرات التي تتجاوب مع أسعار الصرف، لكن التأثير في أسعار الفائدة ينبغي أن يكون على نطاق ضيق لما في ذلك من انعكاسات ضارة على الاقتصاد الوطني.

إن سياسات التدخل تتأثر بعدة اعتبارات أهمها حجم الاحتياطيات من الصرف الأجنبي، ذلك أن التدخل قد يؤدي إلى انخفاض أو زيادة تراكم في الاحتياطيات وفقاً

للحالة التي تواجهها العملة الوطنية للبلد، وفي حالة الانخفاض فإن السلطة النقدية في البلد المعني ستواجه أخطاراً لا يمكن تقليلها عن طريق الاقتراض أو المقايضة بالسندات المتوسطة الأجل، لأن ذلك يحمل في طياته أخطاراً، وإنما من خلال الاستفادة من المتحصلات الناجمة من تغييرات أسعار الفائدة.

وهنا يكون التعاون والتشاور بين البنوك المركزية الغربية أمراً مهماً في تسوية الخسائر والزيادات التي قد تطرأ على احتياطياتها، ويمكن تقليل المخاطرة الناجمة عن انخفاض حجم الاحتياطات وانعكاس ذلك على أسعار صرف العملة الوطنية، عن طريق الاسترشاد بنظام النقد الأوروبي الذي يسمح بتبادل العملات في مجال تحرك لا يتعدى 4,5% بحد أعلى وكحد أدنى، مع التركيز على العملات التي تعد قوية لخطة التعامل، ومعظم السلطات النقدية تركز على السياسة التي تعنى بأهمية ترك قوى سوق الصرف في تحديد أسعار الصرف إلى جانب عمليات سياسة السوق المفتوحة في تحديد كمية الاحتياطي (تدخل كمي)، فالتدخل الكمي يساعد على فرض مزيد من الرقابة لأبعاد التدخل وزيادة تراكم الاحتياطي من النقد الأجنبي وتقدير التدفقات النقدية في ميزان المدفوعات، لكن من الصعب تطبيق هذا النوع من التدخل في جميع المواقف مما يستدعي الاستعانة بأسلوب التدخل القائم على أساس السياسة السعرية.

المصادر:

Bank of England (1995). The procpect for monetary stability, *Bank of England Quarterly Bulletin,* August: 295-307.

Bank of International Settlements. (1993). *The effects of change in foreign exchange rates*. London: Allen & Unwin: 41-47.

Batten, D.S., & Blackwell M.B, (1993). *International financial markets*. New York: Elsevier - North Holland Publishing: 431-7.

Batten, D.S., & Blackwell M.P. (1995). The conduct of monetary policy in the major industrial countries. *Occasional Paper*, no 70, IMF Washington: July: 24-27.

Benston G. J. (1983). Federal regulation of banking: Analysis and policy recommendations. *Journal of Bank Research,* 13: 11-4.

Blunden, G. (1996). International co-operation in banking supervision, *Bank of England Quarterly Bulletin*, September, 15-28.

Central Bank-Government Relations in Major OECD Countries. (1991). A report published by joint economic committee of the US congress, 16-19.

De kock, M. H. (1994). *Central banking*. London: (Crosby Lockwood Staples), 75-79. 4th. ed.

Diamond, D. W., & Philip H. D. (1992). Bank runs deposit insurance and liquidity. *Journal of Political Economy,* 41(3): 13-17.

Fabozzi, F. J. (1997). Securities lending and repurchase agreements (newhope, PA: Frank J. Fabo 771 Associates, 63-69.

Garbade, K. D. (1993). *Securities markets.* New York. Mac Graw Hill, 71-80.

Goodhart, C. (1993). Monetary policy in the U.K. in K. Holbik (Ed.), *Monetary policy in twelve industrial countries* (federal reserve bank of Boston). 112-118.

Grabbe, J. O., (1986). *International securities markets.* New York: Elsevier - North Holland Publishing, 44-49.

Holmes A.R., & Scott. F.H. (1995). The New York foreign exchange market. *The federal reserve bank of New York*, 91-98.

Ibotson, R.G., & Sinque. R.A. (1992). *Stock, bonds, bills and inflation (SBBI).* Chicago: Ibotson Associates, 213-221.

James D. (1994). Risk return and equilibrium: empirical test. Working paper No. 7237, University of Chicago, Graduate school of business, Aug. 21: 136-145.

Koch, T. W. (1992). *Bank management.* Hilsdale, ILL; Dryden Press, 51-57.

Macbeth, D.O. (1994). *Corporate finance. Home wood,* ILL,; Richard D. Irwin. 357-8. 2nd ed.

Morgan, E. v. & others. (1994). *Banking systems and monetary policy in the EEC.* London: Financial Times Ltd. Ch2.

Mussa, M. (1993). *Empirical regularties in the behavior of exchange rates and theories of the foreign exchange market.* Amsterdam: North - Holland, 103-121.

Nichols, D. M. (1992). Modern money mechanics: A work book on deposits. Currency and bank reserves, *Federal Reserve Bank of Chicago*, 230-238.

OECD Economic Surveys. (1991). *Theory of valuation organization of economics and development,* 36-42.

Ross, S.A., & Jaffe, J.I. (1990). *Corporate finance*, *Home wood*, ILL; Richard D. Irwin, 61-68. 2nd ed.

Smith, C. W., & others. (1995). The market interest rate swaps. *Journal of the Financial Management Association,* 17(4): 34-44.

Wayne H., Wagner & Sheila L. (1992). The effect of diversification on risk. *Financial Analysts Journal,* Nov.-Dec: 12-17.

William P. (1995). Optional choice of monetary policy instrument in a simple stichastic macro model. *Quarterly Journal of Economics,* 12: 197-216.

قدم في: أبريل 1999.

أجيز في: مايو 2002.